

대체거래소(ATS) 출범과 향후 과제

김남종 연구위원 | 02-3705-6266

최근 '넥스트레이드'의 예비인가 승인이 완료되면서 정규거래소 중심의 단일거래시장 체제 종료 및 복수거래시장 체제로의 전환이 가시화되고 있음. 복수거래시장 체제는 거래시장 간 경쟁을 유도하고 투자자들의 다양한 수요 충족, 거래비용 감소 등의 후생증대 효과가 있을 것으로 기대되지만, 한편으로는 시장분할 문제, 정규거래소와의 협업 등 초기 대체거래소 정착 과정에서 해결해야 할 이슈들이 산재함. 복수거래시장 시스템의 안착을 위해 거래시장들과 금융당국 및 유관기관들은 긴밀한 협조체계를 구축하고 세부적인 사항들을 조율할 필요가 있으며, 투자자의 이익을 보호하기 위한 최선집행원칙의 정립을 위해 노력할 필요가 있음.

- 최근 대체거래소(Alternative Trading System: ATS)인 '넥스트레이드'의 예비인가 승인으로 국내 첫 ATS의 거래소 시장 진입 및 복수거래시장 체제로의 전환이 가시화되고 있음.
 - 금융당국은 7.19일 ATS 준비법인인 넥스트레이드(주)의 다자간매매체결회사 투자중개업을 예비인가하였고,¹⁾ 이에 따라 2013년 ATS 근거 제도를 도입한 이후 첫 ATS 출범이 임박하였음.
 - * 대체거래소는 증권의 매매나 중개 업무 등 정규거래소의 증권 관련 기능을 수행하지만 상장기능을 보유하지 않고 정규거래소에 비해 약한 규제를 받는 거래시설(trading venue)을 지칭하는 용어로 우리나라의 경우 다자간매매체결회사, 미국은 ATS, 유럽은 MTF(Multilateral Trading Facility), 일본은 PTS(Proprietary Trading System) 등 국가별로 각기 다른 명칭을 사용함.
 - * 2013년 자본시장법 개정으로 다자간매매체결회사 제도가 도입되었음.
 - 예비인가 승인 후 18개월내에 본인가 신청을 할 수 있고, 1개월 이내에 본인가 심사가 이루어지기 때문에 빠르면 내년 중 ATS 영업 개시가 가능할 것으로 예상됨.

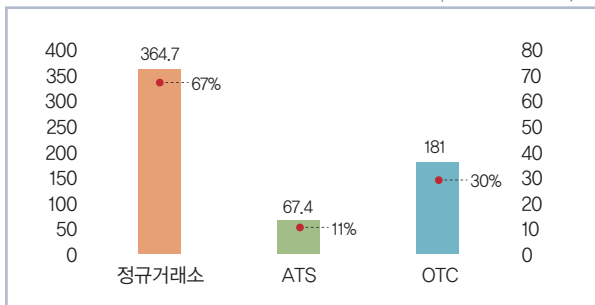
1) 금융위원회 보도자료, '넥스트레이드의 다자간매매체결회사 예비인가 - 금융위원회, 넥스트레이드(주) ATS 예비인가 의결 -', 2023.7.19

■ 복수거래시장 체제는 거래시설 간 경쟁을 통해 거래비용 절감과 주문 집행의 질적 제고를 가능하게 하지만, 시장분할에 따른 문제도 존재하기 때문에 사전에 관련 제도 및 관행 정비가 필요할 것으로 생각됨.

- 복수의 거래시설들 간 경쟁이 강화되면 증권매매 거래비용이 낮아지고, 거래체결 확률 및 속도, 호가방식 등 가격 외 다양한 측면에서 주문 집행의 질적 개선을 도모할 수 있음.
- 미국 등 해외 주요국들의 경우 다수의 ATS들이 정규거래소들과 경쟁하는 구도가 확립되어 있으며, ATS들은 주식 외에도 다양한 유형의 증권매매와 정규거래소와 차별화되는 매매방식 등을 통해 투자자들의 수요를 폭넓게 충족시키고 있음.
 - * 미국은 정규거래소들 외에도 약 70개의 ATS가 영업하고 있는 것으로 파악되고, 유럽은 2020년 기준 약 127개의 정규거래소, 142개의 MTF, 그 외 다수의 내부주문집행업자(systematic internalisers) 등이 영업하고 있으며, 거래금액 기준으로 대체거래소들의 상장주식 거래량 점유율이 10%를 상회함.²⁾
 - * ATS들은 비상장주식, 채권, 파생상품 등의 금융상품을 거래하기도 하고, 수수료 뿐 아니라 매매체결 가능성이나 속도, 호가단위 등을 차별화하여 투자목적에 맞는 서비스를 제공할 수 있음.
- 한편, 거래시설이 늘어나게 되면서 유동성 및 가격발견기능 저하나 거래시설 간 이해관계 충돌 가능성, 시스템 안정성 및 거래정보의 투명성 확보 이슈 등 시장분할에 의한 잠재적 문제들도 존재하기 때문에 넥스트레이드의 본인가까지의 기간을 이러한 문제들을 최소화하기 위한 준비기간으로 삼을 필요가 있음.
 - * 거래시설이 증가하면 경쟁이 강화되는 긍정적 효과도 있지만, 매매대상 증권별로 거래량이 여러 시설로 분산되어 거래시설 당 거래량이 감소함으로써 가격발견기능이 저하될 수 있으며, 시장별 가격 충격이 증폭되고 변동성이 확대될 가능성도 존재함.
 - * 규제 및 시장감시 측면에서도 다양한 거래시설의 사전적(pre-trade), 사후적(post-trade) 거래정보를 적시에 확보하는 것이 중요해지며,³⁾ 관련 비용이 증가할 수 있음.

<그림 1> 미국의 거래시설별 시장점유율 현황

(단위: 십억달러, %)

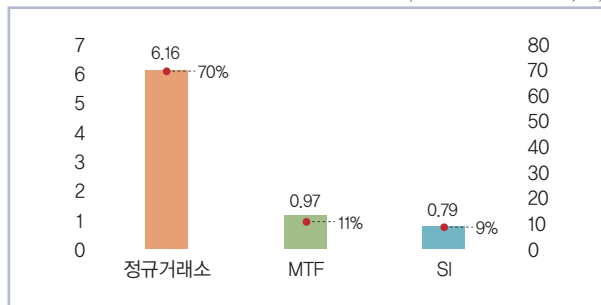


주 : 전국시장시스템(NMS) 주식에 대한 2022년 일별 평균 거래금액 임(좌축). 빨간색 점은 비중을 나타냄(우축).

자료 : FINRA

<그림 2> 유럽의 거래시설별, 주식연관 상품별 시장점유율 현황

(단위 : EUR trillions, %)



주 : SI(Systematic Internaliser)는 내부주문집행업자들을 의미함. 주식 및 주식연관상품에 대한 2020년 연간 거래금액임(좌축). 빨간색 점은 비중을 나타냄(우축).

자료 : ESMA

2) 미국은 Financial Industry Regulatory Authority(FINRA)의 2023 Industry Snapshot Market Data를, 유럽은 European Securities and Markets Authority(ESMA)의 2021년 Annual Statistical Report 자료를 각각 참조하였음. 그 외 일본의 경우 SBI Japannext, Chi-X Japan, Osaka Digital Exchange의 3개 PTS가 영업 중이며 2023.6월의 PTS 상장주식 거래량 비중은 약 9% 수준으로 나타남(Japan Securities Dealers Association).

3) 송민규 · 연태훈, 'ATS 도입에 따른 관련 제도 정비방향', KIF 금융 VIP 시리즈, 2011.12

■ **정규거래소, ATS, 유관기관들이 소통 창구 및 협의기구 개선을 통해 긴밀한 협조체계를 구축할 필요가 있음.**

- ATS가 영업을 개시하게 되면 ATS에 대한 시장감시와 청산·결제 기능을 정규거래소에 위탁하게 될 것으로 예상되기 때문에 관련 비용 책정, 발생 가능한 기술적 문제에 대한 매뉴얼 수립 등 세부적인 사항들에 대한 합의가 필요하며, 정규거래소와 상호 협력 관계를 구축해야 할 것임.
- 향후 매매대상 상품, 매매방식, 거래시간 등 다양한 부문에서 ATS가 정규거래소와 차별화를 시도할 가능성이 높고, 그 과정에서 정규거래소와 ATS 간 이해관계 대립으로 갈등이 발생할 소지가 있으며, 감독당국이나 후선업무를 담당하는 유관기관들과의 논의가 필요할 수 있음.
 - * 예컨대 ATS의 성공적인 정착이 이루어지고 나면, 현재 상장주식과 주식관련 예탁증권(Depository Receipts: DR)으로 국한되어 있는 ATS의 매매대상 상품 범위 확대에 대한 주장이 제기될 수 있음.
- 따라서, 정규거래소와 ATS, 유관기관들이 사전에 이러한 이슈들을 검토하고 의견 조율을 통해 투자자 혼선을 방지하는 것이 바람직함.

■ **또한, 복수거래시장 체제의 근간인 최선집행원칙(Best Execution Policy)을 정비함으로써 거래 시설 간 경쟁이 실효적으로 투자자 편익 제고로 연결되도록 유도할 필요가 있음.**

- 최선집행원칙은 복수의 거래시설이 존재할 때 고객의 주문을 집행하는 투자매매업자·중개업자 등이 주어진 상황에서 고객에게 최선의 결과를 가져올 수 있도록 합리적 수준에서 최선의 노력을 해야 한다는 원칙으로 이해할 수 있음.⁴⁾
 - * 주문 집행의 결과가 항상 최선이여야 한다는 의미는 아님.
- 동 원칙은 가격, 수량, 거래체결 가능성, 속도 등 다양한 측면에서 복수의 거래시설들이 경쟁할 때 고객의 주문을 사전에 정한 기준에 따라 이러한 경쟁요소에서 우위에 있는 거래시설로 전송하게 함으로써 거래시설들 간 경쟁이 실제 투자자 편익 증대로 연결될 수 있게 함.
- 주요국들은 최선집행원칙을 법규나 자율규제를 통해 의무화하고 있는데, 우리나라도 자본시장법에서 동 원칙을 규정하고 있지만⁵⁾ 아직 구체적인 가이드라인이 없는 상황임.
 - * 미국의 경우 최선집행원칙을 자율규제기구인 FINRA의 규칙으로 정하고 있어⁶⁾ 동 원칙이 법적인 의무는 아니지만, 거래시설로 하여금 이른바 전국시장시스템(National Market System: NMS) 거래 주식에 대해 최우선호가를 제시하는 시장으로 주문을 회송하게 하는 SEC의 주문보호규정(Order Protection Rule: OPR)⁷⁾을 통해 최선집행의무를 지원하고 있음.
 - * 유럽은 제2차 금융상품시장지침(MiFID II)에서, 일본은 금융상품거래법에서 각각 최선집행의무를 규정하고 있음.

4) "... the duty that brokers have to seek the best execution that is reasonably available for its customers' orders." - Macey and O'Hara, 'From Orders to Markets', Regulation, 2005

5) 자본시장법 제68조 최선집행의무 및 동 법 시행령 제66조의2를 참조

6) FINRA Rule 5310. Best Execution and Interpositioning 참조

7) 17 CFR § 242.611, Order Protection Rule 참조

- 해외 사례들을 참조하여 ATS나 특정 투자자 그룹이 배제되지 않도록 가이드라인을 제시할 필요가 있으며, 향후 ATS의 안착 및 증가 여부에 따라 최선집행의 기준이 유연하게 변할 수 있도록 해야 할 것임.
 - * 가격 위주의 최선집행을 원칙으로 하는 미국의 경우와 달리 유럽 등 여타 국가들과 우리나라는 다른 요소들을 같이 고려하는 복합적인 최선집행 기준을 정하게 하고 있음.⁸⁾
 - * 다만, 통상적으로 소량의 리테일 거래는 가격 내지 총 거래비용을, 대량매매의 경우 체결가능성이나 속도 등을 중시하기 때문에 이러한 측면을 반영하게 할 수 있을 것임. **KIF**

8) 이영철, '개정 자본시장법상 금융투자업자의 최선집행의무에 관한 고찰 - 다자간매매체결회사의 도입을 계기로', 증권법연구, 2014